

# volver a tener valor

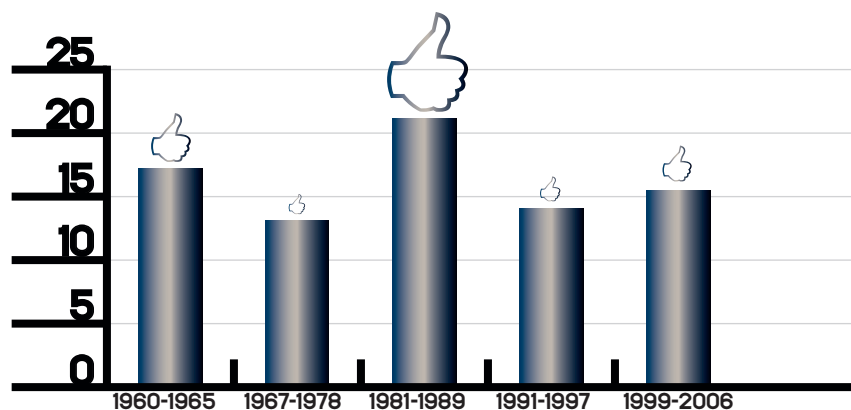
ES LA LUCHA DEL MIEDO CONTRA LA RAZÓN HISTÓRICA. EL ESTILO DE VALOR ACUMULA MÁS DE UN AÑO DE MALOS RESULTADOS, PERO PARECE PREPARADO PARA DAR SU PRÓXIMO ZARPAZO.

**A** los defensores del estilo de valor, en el último año, se les había quedado cara de tontos. La crisis de liquidez y el pánico que invadió los mercados hicieron que la lógica, por un tiempo, dejara de funcionar. Pero todo eso puede estar a punto de cambiar. "Las valoraciones dejaron de importar (...) Parecía como si necesitásemos un programa de doce pasos para curar nuestra adicción a comprar títulos castigados que cotizan con un gran descuento con respecto a lo que consideramos que es su valor intrínseco", confesaba Bill Miller, el vapuleado gestor leyenda de Legg Mason en la carta dirigida a sus inversores en el mes de julio.

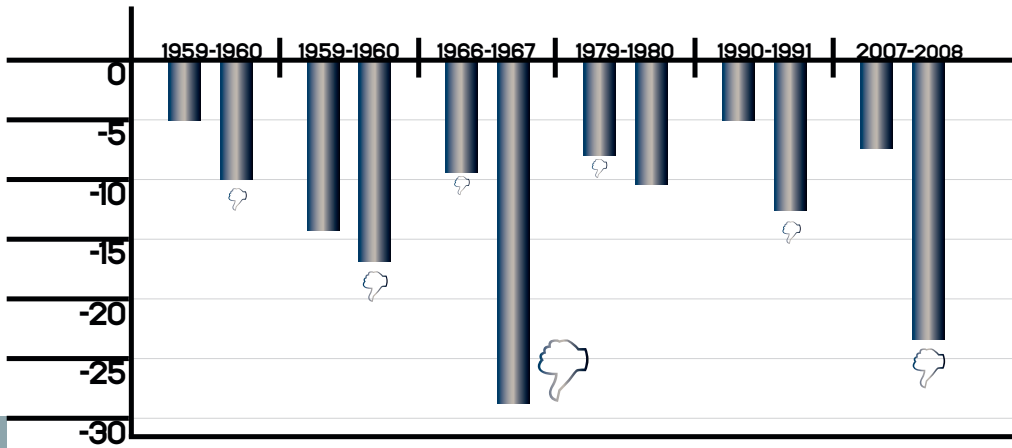
Desde mediados de 2007, las compañías de valor registraron un peor comportamiento relativo frente a los títulos de crecimiento (el índice MSCI World Growth ganó un 3,51% en 2007, frente a una caída del 6,74% para el MSCI World Value). Pero en agosto y septiembre de este año, las empresas más baratas comenzaron

## LARGOS PERIODOS DE ALEGRÍA PARA EL ESTILO VALOR

Rentabilidades anuales en porcentaje para el estilo *value* en el mercado de EEUU.  
Fuente: SG Equity Research y New Star AM.



**Tweedy, Browne Company recopiló más de 20 estudios que afirman que el 'value' ofrece más rentabilidad a largo plazo sin elevar el riesgo**



### MOMENTOS MALOS PARA EL VALOR

En períodos cortos, sin embargo, el estilo de valor consigue peores resultados que la inversión en compañías de crecimiento. Fuente: SG Equity Research y New Star AM.

a recuperar el favor de los inversores, que ven peligrar el crecimiento de los beneficios por el endurecimiento de la crisis. Robert Schwob, director de la consultora británica Style Research, considera factible que se dé un rebote importante de las compañías de valor en los próximos meses.

En el pasado, los períodos de peor comportamiento del estilo de valor han venido siempre seguidos de varios años de rentabilidades positivas (ver gráficos). "La clave está en comprar barato, y la bolsa está en niveles de valoración que no habíamos visto desde los años 70. Es una oportunidad histórica", afirma Ignacio Pedrosa, director comercial de Bestinvest. En efecto, el mercado europeo cotiza al nivel de PER más bajo de los últimos 20 años y también está por debajo de su media histórica en términos de precio sobre valor en libros (price to book). El descuento es todavía más extremo en otros mercados, como el japonés, en el que más del 70% de las compañías cotiza por debajo de su valor en libros. Estas va-

loraciones otorgan un amplio margen de seguridad a los inversores. El PER de las carteras de muchos fondos de valor está ahora por debajo de las cinco veces.

La rentabilidad por dividendo del S&P 500, por ejemplo, se llegó a situar en octubre a sólo 80 puntos básicos de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años, el menor diferencial desde los años 60. Si se incluye el efecto de la recompra de acciones, la rentabilidad por dividendo de las empresas ha llegado a superar en más de 300 puntos básicos a la de la deuda pública.

"Encontramos un mercado muy sobrevalorado. Si no compras en estos niveles es un gran error. Si no compras títulos de valor ahora, no deberías invertir nunca en renta variable", dice Nick Sheridan, gestor del New Star European Value Fund.

Según un informe de Morgan Stanley, hay un 80% de probabilidades de que el estilo de valor funcione mejor que el de crecimiento en los próximos doce meses. Pero es difícil mantener la cabeza fría en momentos de máxima incertidumbre. "Las cifras te dicen una cosa, pero tu corazón y la gente te



## Algunas gamas de fondos ofrecen una diversificación considerable. La nuestra le brinda el doble.

Seguramente espera que una gama de fondos cubra una variedad de estrategias. La nuestra no es una excepción: Incorpora todo tipo de clases de activo y estilos, desde renta fija y renta variable global y regional hasta gestión de divisas y estrategias innovadoras de rentabilidad absoluta.

No obstante, con la gama BNY Mellon Global Funds, la diversificación no acaba aquí. El motivo es que nuestros fondos están gestionados por un grupo de boutiques de gestión independientes y especializadas, cada una de las cuales aplica un proceso de inversión único y de probada eficacia.

Amplíe su información en [www.bnymellonam.com](http://www.bnymellonam.com)

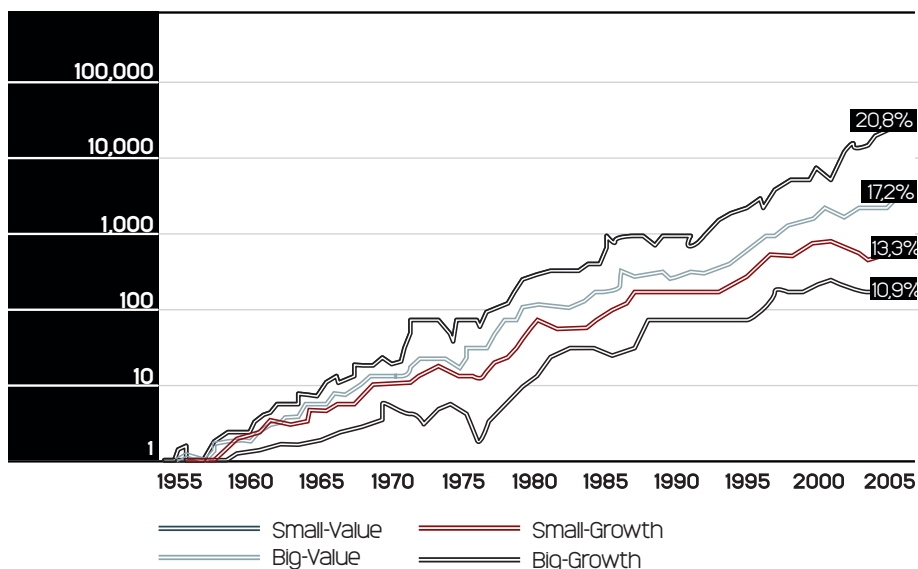


**BNY MELLON**  
ASSET MANAGEMENT

Esto es una promoción financiera y no debe interpretarse como consejo de inversión. La información proporcionada va destinada exclusivamente a inversores minoristas. La gestora de BNY Mellon Global Funds, plc es BNY Mellon Global Management Limited. BNY Mellon Global Management Limited, The Harcourt Building, Harcourt Street, Dublin 2, Irlanda. Este documento es emitido por BNY Mellon Asset Management International Limited, 160 Queen Victoria Street, Londres EC4V 4LA. Registrada en Inglaterra, no. 1118580. Autorizada y regulada por la Financial Services Authority. 17076 09/08 CP 1840-14-05-2008

### UNA CARRERA DE RESISTENCIA

Rentabilidad anual por estilo. Fuente: Dimson, Marsh y Staunton. Global Investment Returns Yearbook (ABN Amro)



dice otra. Si inviertes ahora te tratan de loco. Todo el mundo dice que hay que tener liquidez, pero eso puede no parecer tan buena idea dentro de un año. La única manera de ganar dinero a largo plazo es entrar en momentos de valoraciones bajas", añade Sheridan. Style Research señala que el estilo *value* se beneficia siempre de las fases de recuperación del ciclo económico, pero que no necesariamente se comporta mejor desde el comienzo del rebote de los mercados de renta variable.

En su libro *What Works on Wall Street*, James P. O'Shaughnessy analiza distintos estilos de inversión entre 1952 y 2003. Su conclusión es que el estilo de valor es el que ofrece los mejores resultados, con una rentabilidad anualizada del 15,95%, frente a un 11% para el S&P. "La inversión de valor ofrece estadísticamente una rentabilidad del 5% por encima del mercado. El problema es que sólo el 20% de los gestores baten al índice a diez años", afirma Pedrosa. ■

**Aunque los datos a favor de la estrategia son abrumadores, ser fiel al estilo resulta muy doloroso en momentos de caídas**

### LA OPINIÓN DE



### Brasil: oportunidad en un entorno volátil

Aunque la bolsa brasileña ha experimentado mucha volatilidad en los últimos meses, las condiciones crediticias del país siguen siendo sólidas. Además de las actuales dificultades económicas resultantes de la paralización de los mercados globales de crédito, los significativos flujos bursátiles vistos recientemente se deben, en buena parte, a reembolsos de fondos extranjeros. Este desapalancamiento ha sido uno de los factores que han afectado a las cotizaciones y a la divisa.

Por lo demás, la abrupta restricción del crédito a nivel global ha conducido a una reducción del ritmo de endurecimiento monetario en Brasil, lo que debería aliviar las tensiones de financiación para las empresas en 2009. Aunque cabe esperar un cierto descenso del crecimiento del beneficio, pensamos que la ralentización no será tan extrema como indican las recientes caídas bursátiles. Puesto que la economía brasileña ya ha atravesado una crisis bancaria y crediticia en los últimos 15 años, nuestra experiencia no sólo nos dice que los rendimientos bursátiles pueden ser superiores a la media en los años posteriores a una crisis, sino también que las empresas que más posibilidades tienen de sobrevivir y mostrar un fuerte rendimiento son las que poseen sólidos niveles de cash-flow.

Teniendo esto en mente, pensamos que la actividad económica y los beneficios empresariales comenzarán a acaparar la atención de los inversores durante los próximos meses. Con sede en Brasil, BNY Mellon ARX –una de las 16 gestoras especializadas de BNY Mellon AM– es una de las mayores firmas del mundo dedicadas a la gestión de activos brasileños. El BNY Mellon Brazil Equity Fund no se rige por un índice de referencia, sino que aplica un enfoque de selección a largo plazo y orientado al valor dirigido a identificar empresas que combinan una atractiva rentabilidad de dividendo con fuertes niveles de revalorización.

**Rogério Poppe,**  
gestor del BNY Mellon Brazil Equity Fund  
BNY Mellon ARX